

# 中国上市公司诚信问题研究

黄爱民

(厦门大学 管理学院 福建 厦门 361005)

**摘要:**自美国安然事件以后,财务诚信越来越成为世界普遍关注的问题。在世界范围内,资本市场曾一度呼吁加强上市公司诚信建设。我国上市公司诚信问题在过去的十年里变得越来越突出,诚信危机已经成为阻碍我国证券市场进一步发展的严重障碍,本文旨在研究我国上市公司的诚信现状和问题,分析其产生原因并提出改变的对策。

**关键词:**诚信;内部治理;监管

**中图分类号:** F830.9.1

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1003-9031(2005)04-0029-04

## 一、诚信问题产生的微观经济基础

诚信在中文中为“诚实信用”的简称,是对欺诈的否定,在法学上,诚信本质上体现为一种契约关系,需由缔约当事人信守。而现代企业理论把企业看作是一系列显性和隐性契约的结合体,在这些契约下产生了资本和人力的产权交易,这些契约存在着两大不可克服的自然缺陷:一是契约事前的不完全,二是契约事后的信息不对称,这两大自然缺陷和监督成本直接导致了委托代理的产生,而经理人的诚信问题正是一种代理成本,因为他会导致股东权益的减损。

我们从契约的事前可控的有限性来分析它的不完全性对诚信产生的影响。如果契约是完全的,也就是说,契约双方当事人在签订契约时能够无成本地完全写出所有未来可能出现的双方利益冲突的情况,并预先确定解决方案,而签订契约双方约定的情形是事后可以观察到的,并可被低成本证实,那么这一合同具有事前以及事后的最优性,从而双方契约当事人遵守契约是一对纳什均衡(Fudenberg and Tirole, 1991)。而事实上,契约是不完全的,因为契约当事人不可能在事前知道所有未来可能出现的情况,而且尽可能多的考虑未来可能出现的情况会导致成本提高,所以,现实中都是不完全契约,这一点可以在Hart and Moore(1999)的研究中得到证实。由于契约的不完全,在理性经济人的假设下,契约当事人为追求个人利益最大化,有动机背离契约或者说使出

现契约规定以外的情形,进行隐匿行动的行为,这时,就会产生诚信问题。

从契约的事后可观察性来分析,我们分析信息不对称对诚信产生的影响。如果任何事后情形都是可观察的,合同是完全的,双方当事人无法隐藏真实信息或做出虚假信息,自然不会存在当事人是否诚信的问题。然而,契约的变量可能是不可核实的,当事人的行为可能是无法完全观察的,因此无法确定契约是否按初始规定得到了执行。契约的双方中有一方具有信息优势,而另一方具有信息劣势,由于处于信息劣势的一方要获得更多的信息,以验证契约是否被执行需要支付昂贵的信息搜集成本(即监督成本为正),因此使得这种监督并非总是有效。从而为具有信息优势的一方契约当事人隐藏真实信息或做出虚假信息以谋求超额收益创造了机会和可能。

本文对于诚信的界定是基于经济分析,是在给定的约束条件下,人们会在效用最大化的指引下做出选择,从而导致个人理性与集体利益的矛盾,事实上就是委托代理合同中由于信息不对称所产生的逆向选择和道德风险的社会表象。

## 二、上市公司诚信问题的现状和主要表现

### (一)上市公司诚信问题的现状

在我国,上市公司诚信问题由来已久,可以说伴随着资本市场的产生,许多披露虚假信息、财务作假的公司纷纷露出水面。据统计,自深圳证券交易所和上海证券交易所对违规上市公司开展公开谴责以来,共有167家上市公司受到交易所公开谴责,其中深交所91家,上交所76家,至于受到内部批评或者警告的上市公司则更多。

1.存在诚信问题的上市公司数量多、比例大。2001年

收稿日期:2005-01-24

作者简介:黄爱民(1979-),男,厦门大学管理学院理财专业硕士研究生。

是中国证监会确定的“证券监管年”,仅仅2001年,证交所查处并公开谴责的上市公司就有52家,占当年上市公司总数的5%。在此以前,较少的公司受到公开谴责并不意味着上市公司没有违规,不存在诚信问题,而只是在特定市场环境下,需要大力扩容和发展证券市场,从而并未对违规公司进行查处。2001年以后,对于上市公司的违法违规行为的监管提上了日程,由于违规受到公开谴责的上市公司数量比较稳定,平均占上市公司总数的3%,但这仍然是一个比较大的比例。

2.违规上市公司屡禁不止、屡罚不改。从2001年至2004年,在这四年中被证交所公开谴责的上市公司中有23家遭到2次公开谴责处罚,其中深交所有12家,上交所11家,占被公开谴责的上市公司的1/6;另外还有3家上市公司遭到证交所3次公开谴责。从信息披露违规行为再发生的时间间隔来看,约有27%左右的违规公司在处罚后两年内因信息披露违规而再次受到处罚(张育军,2003)。可见我国上市公司并不因为受到公开谴责和社会关注而改善诚信状况,仍旧“屡罚不改”,集中暴露出我国上市公司诚信责任和意识的严重匮乏。

#### (二)上市公司诚信问题的主要表现

1.信息披露不规范,包括披露不及时、不充分和不真实。(1)信息披露不及时。广大中小股东往往只能通过公司的公告来判断公司的经营状况,如果上市公司的信息披露不及时,他们将无法准确及时了解有关信息,也就不可能对公司的投资价值做出准确判断。据统计,在上交所受公开谴责的上市公司有43%信息披露不及时,没有及时公布年报或没有及时进行业绩预警,而深交所则为35%。(2)信息披露不充分。通常为一些上市公司故意隐瞒其不利信息,从而欺骗或误导投资者入市,这在证券法中称为“重大遗漏”。这主要体现为对关联方交易等重大事件信息披露不够充分,其中以控股股东占有上市公司资金、重大担保和诉讼事项最为突出。这不仅使关联交易成为调节利润的工具,更成为大股东对上市公司掠夺的手段。从2001至2004年,受上交所和深交所公开谴责的公司中分别有38家和46家上市公司没有披露关联交易事项、控股股东占用上市公司资金、重大担保和诉讼事项,分别占到受公开谴责上市公司的50%和51%。(3)信息披露不真实。公司为了达到上市资格或者上市公司为了不退市或增发融资的目的,往往操纵利润,粉饰财务报表。大量微利公司的出现,大量公司ROE的10%和6%效应正是上市公司财务报表操纵的直接体现。从2001年至2004年,受上交所和深交所公开谴责的公司中分别有15家和17家上市公司发布虚假公告或编制虚假的财务报表,分别占到受公开谴责上市公司的19.7%和18.7%。

2.控股股东随意占用上市公司资源,利用关联交易“掏空”上市公司。(1)控股股东利用直接借款、拖欠往来账款等方式无偿占用上市公司资金。上市公司通过融资得到的资金被控股股东无偿或低成本长期占用,许多上市公司还因此发生流动资金短缺的情况,正常生产经营受到严重影响,导致财务状况恶化。(2)通过关联交易将上市公司资产或利润转移。相当部分上市公司的控股股东通过不公平的关联交易,将上市公司的资产或利润转移至母公司或其控制的关联企业,如低价向上市公司收购产品再以市场价出售获取差价收益,向上市公司高价提供原材料,无偿或低于正常利率占用上市公司资金,向上市公司高价转让低质量资产或无形资产等,而往往很多上市公司的关联交易没有履行法定程序,更没有对外披露。不公平的关联交易实际上削弱了上市公司的营运能力、盈利能力和偿债能力。(3)控股股东透支上市公司信用。如控股股东利用上市公司资产作担保从银行大量贷款。2001年有超过130家上市公司发布担保公告,担保总额高达230多亿元,其中至少有一半上市公司的担保金额超过其净资产的20%。上市公司相互担保或为控股股东及关联公司担保,控股股东获得大量贷款,形成恶意融资行为。随着相关公司经营业绩下降,上市公司形成大量的坏账,营运能力严重下滑。

3.随意变更上市公司募集资金投向。企业发行上市或再融资都必须有明确的募集资金投向,在我国,这些投资项目往往都是管理层编造的美丽的故事,旨在抓住市场的偏好和热点,于是产生了中国特有的“概念股”。当资金筹集到手后,往往通过“严密”“科学”地可行性论证,借口市场发生变化或政策发生变化或有更好投资方向而停止预定的项目,随意变更募集资金的投向。据统计,2000年,沪深两市有156家上市公司变更募集资金投向,2001年达到256家,2002年,募资投向发生变更的上市公司数有所下降,但也有162家,2003年和2004年由于监管的加强,上市公司随意变更募集资金的状况有所减少。变更用途的募集资金,要么处于闲置状态,造成资金使用效率低下;要么被控股股东转走用作它途,甚至有众多的企业动用大笔资金委托理财。

4.股价操纵。上市公司管理层掌握着公司经营情况的内幕消息,对股价的涨与跌容易实施操纵,其基本做法主要为两大类:一种是上市公司自己坐庄,在多个营业部开立若干账户,进行自买自卖,炒作股票,从中渔利;另一种是上市公司配合机构联合坐庄,公司管理层为机构提供内幕消息,从而拉升股价,双方获利。

#### 三、我国上市公司诚信问题的主要根源

##### (一)股权结构缺陷

我国上市公司股权结构的缺陷主要体现在两个方

面:一是非流通股和流通股的划分,二是股权的高度集中,国有股一股独大。

1. 流通股与非流通股的划分造成了价值目标的异化。上市公司特殊的股权结构决定了两类不同股权在流通过时具有截然不同的定价方式,流通股价格是由市场决定的,而非流通股价格则取决于上市公司的每股净资产,股权结构的人为分割造成“同股同权同利”基础的丧失。流通股股东的收益主要来自股利和差价收益,而非流通股的收益主要来自控制权收益,而控制权收益是以流通股股东的收益减损为代价的。利益的差别导致了非流通股股东和流通股股东各自追求不同的价值目标,上市公司的价值目标的异化直接表现为非流通股股东利用上市公司的融资行为和侵占上市公司利益的行为。由于我国上市公司三分之二为国有股和法人股,属于非流通股,只有约三分之一为流通股,高比例的非流通股造成非流通股股东对于公司的股价漠不关心,关心股价的流通股股东即使对公司管理层的不诚信行为采取“用脚投票”,也不会对已经筹集到资金的非流通股股东产生大的影响。另外,流通股和非流通股在转让方面也存在着很大的不同,流通股一般通过公开的市场价格交易,而非流通股通过协议转让,协议转让的非公开性也会产生严重的诚信问题。

2. 股权的高度集中造成了上市公司内部治理机制的失衡。上市公司国有股和法人股占据绝对控制权,股权过于集中,流通股股东极度分散,机构投资者力量薄弱,同时又缺乏某种能够集中流通股股东投票权的机制,在多数决定机制的条件下,股东大会只具有形式上的意义,被大股东控制,不能反映流通股股东和机构投资者愿望。董事会则形成关键人控制的局面,运作极度不规范。在监事会方面,我国监事会只有部分监督权,无权任免董事会和经营班子成员,无权参与否决董事会和经营班子的决策,而且监事会的成员在来源上由大股东控制的股东大会选举产生,这使得我国监事会的监督功能非常有限。目前,上市公司的经营管理行为易受到控股股东的控制,于是中国上市公司的代理问题主要体现为控股股东和中小股东之间的代理问题,由于职业经理人市场尚未形成,经理人的行为完全受到控股股东的制约,他们共同为控股股东攫取上市公司的利益。这时,经理人的行为在追求控股股东利益最大化的时候,就不得不对外撒谎,隐瞒实际情况,发布虚假公告,甚至不惜财务作假,欺骗中小投资者。

#### (二) 诚信问题产生的政策原因

1. 监管不力。由于我国资本市场建立的时间短,发展不成熟,在短期内以扩大市场规模为主要导向,以至于在2001年以前,重上市前的资格审查,轻上市后的监管,为

大量上市公司造假和欺诈行为创造了机会。2001年证监会加大监管力度,查处大批上市公司的不诚信行为,但事实上,由于上市公司违法违规行为的普遍性以及上市公司与监管机构的信息不对称,违法违规行为查处难,监管机构执法面临种种制约,执法成本极为昂贵。因此,监管也只是有选择性的、有重点的查处部分严重违法违规的公司,而大量违法违规不是很严重的公司仍然得不到查处,这就导致了上市公司不诚信行为的机会主义。

2. 惩罚不力。目前,监管部门对上市公司的违法违规行为惩罚是重行政处罚、轻民事责任的追究。在证监会的处罚方式中,警告居多,罚款较少;在交易所处罚中,内部批评占61.93%,公开谴责占22.94%。由于缺乏对上市公司管理层民事责任的追溯和民事赔偿机制,因此出现了行政处分对责任人的处罚与其获利严重不对称的问题,罚款的金额远远小于上市公司违法违规的实际收入,使法律缺乏相应的威慑力。

#### 四、解决我国上市公司诚信问题的出路

##### (一) 改善内部治理

1. 解决股权分置问题,优化股权结构。要解决上市公司控股股东对中小股东的侵害,减少管理层的不诚信行为,最根本的就是要优化股权结构,实现内部权力的制衡。首先是需要改变股权分置问题,降低非流通股在上市公司中的比重,最终使非流通股淡出证券市场,实现非流通股的全流通,保证证券市场同股同权同利的基础,使上市公司股东在目标利益上保持一致。其次是要一定程度上减少股权集中度,引入机构投资者,改变国有股一股独大的局面,形成由4-5个法人以及个人大股东共同控制的局面,保证内部力量的相互制衡,形成内部股东之间的相互监督。实证研究表明,第一大股东持股比例越高,中小股东受到控股股东的侵害越严重,内部人(包括控股股东和经理人)诚信问题越突出;而股权过度分散,则经理人控制现象越严重,经理人诚信问题也越突出。所以,优化股权结构需要引进机构投资者,保持一定程度的股权集中度,实现股东相对的、有限的控制权,以减少控股股东和经理人代理成本。

2. 完善监事会职能和独立董事制度。完善我国上市公司监事会的人员结构,监事会的选举实行大股东回避制度,保证内部审计的独立性,强化其法律责任,对于监事会监督职能的发挥具有重要作用。同时,需要继续推广和完善独立董事制度,把当前独立董事从“名誉董事”和“花瓶董事”的局面中解救出来,进行独立董事培训,保证独立董事的独立性和能力。在独立董事的来源上,可以考虑成立独立董事协会,由独立董事协会推荐、企业董事会和监事会接受和认可独立董事的人选,形成独立董事的经理人市场。



## (二) 加强法制监督

1. 建立多层次的监管系统和完备的证券市场法律框架体系。加强对上市公司诚信问题的监管,需要实行政府监管为主、自律性监管和市场监管为补充的监管模式。由中国证监会依法对全国证券市场实行集中统一监督管理,对各地派出机构、证券交易所和证券业协会的监管进行领导和业务指导,证券交易所按照相关法规和证监会的授权对证券市场实施一线监管,证券业协会实行自律监管,投资者协会、社会公众和新闻媒体对上市公司的行为实行市场监督。

证券市场的诚信问题需要用法律来规范和维护,建立一个公平的、有效率的法律体系至关重要。在法律上,形成以《证券法》为基础和核心,以《公司法》、《刑法》等法律和《股票交易与管理暂行条例》等多项行政法规,以及证监会等部门单独或联合发布的行政规章为主体的法律体系,包括交易所和行业协会制订的业务规则。在内容上,尤其是在信息披露方面,在明确和细化对上市公司信息披露的内容和标准的同时,要将上市公司诚信责任放在突出位置。

2. 完善民事赔偿和集团诉讼法制度。从国外发达国家证券市场的经验来看,民事索赔是遏制上市公司证券欺诈行为的有效措施。在我国要遏制证券市场欺诈行为,保护投资者利益,帮助上市公司坚守诚信,当务之急是建立证券市场民事赔偿机制。目前,我国对付证券市场欺诈、上市公司不诚信行为的主要手段是追究行政责任,导致了上市公司违规成本低廉,对主要责任人没有惩罚机制,其违规成本与违规收入完全不成比例。完善民事赔偿机制需要加大我国当前执法力度和执法效率,需要追究欺诈行为当事人的责任,取消投资者索赔前置程序和改善单独诉讼方式,采取集团诉讼,有效地保护投资者权益,从而加大上市公司欺诈行为的成本。

## (三) 建立市场约束机制

1. 培育职业经理人市场。目前中国的经理人市场尚未形成,国有上市公司经理人的选拔和任命,往往是由政府直接或间接选定;民营上市公司高级管理人才的选拔,往往依据是否是控股家族的成员或同控股家族关系密切的人,而不是依据企业家才能任命管理层。同时,经理人的报酬机制过于单一,报酬由控股股东控制的董事会决定,不能与工作业绩和工作能力挂钩,薪酬制度和激励机制没有市场化。由于尚未建立起以市场为基础的经理人筛选机制和报酬机制,从而导致现有上市公司管理层站在控股股东的立场。培育上市公司职业经理人市场,需要废除正式的或非正式的行政任命,推行股票期权等激励制度,使经理人与上市公司利益一体化,促使

其努力工作,诚信守法。同时,加强上市公司经理人薪酬制度的披露,建立经理人诚信档案和经理人才资源信息库,推动经理人中介行业的发展,使职业经理人在上市公司信息披露时能考虑到虚假陈述对个人职业生涯的影响,增加经理人违规成本。

2. 建立投资者协会。韩国股东权益保护组织和香港小股东协会都是属于保护投资者权益的民间组织,实践证明,投资者协会在抑制虚假信息披露和维护投资者权益方面发挥了重要作用。一方面,投资者协会需要对上市公司和其他社会主体进行监督;另一方面需要协助监管部门从事投资者教育工作,增强其投资能力,维护投资者合法权益和调解证券纠纷。

3. 重视新闻媒体监督作用,发挥大众舆论对上市公司的不诚信行为进行曝光和监督的积极作用。一方面,需要对媒体的社会功能进行准确的定位,增强媒体的独立性和公正性,在制度和法律上确实保证舆论自由,并形成相应的法治秩序,制止外部在没有任何合理的法律依据的情况下随意对媒体进行不当干预;另一方面,需要媒体将新闻和广告业务严格区分开来,严禁进行有偿新闻服务,误导投资者。

4. 形成上市公司信息披露真实性的合理怀疑机制。正如蓝田股份欺诈事件被高校教授发现以及“郎顾之争”所引起的社会关注一样,要建立市场多层次的怀疑机制。一方面,交易所作为一线监管机构,需要对信息披露有疑点的公司进行复查,发现是否存在业绩异常、利用关联交易操纵利润等欺诈事件;另一方面,需要发挥高校学者、证券公司研究部门等研究机构和投资者协会对上市公司信息披露的真实性进行合理怀疑,上报给监管部门或者通过媒体进行披露。■

## 参考文献:

- [1] 郝旭光,黄人杰,刘延锋.博弈论在上市公司诚信问题研究中的应用[J].财经科学,2003(5):50-53.
- [2] 龚巧莉.会计诚信道德与法制化建设[J].财经理论与实践,2002(4):85-87.
- [3] 郭锋.投资者权益与公司治理:为投资者的权利而斗争[M].北京:经济科学出版社,2003.
- [4] 张育军.国家竞争中的资本市场战略[M].北京:中国金融出版社,2003.
- [5] 蒋顺才,刘雪辉,刘迎新.上市公司信息披露[M].北京:清华大学出版社,2004.
- [6] 杨华.上市公司监管和价值创造[M].北京:中国人民大学出版社,2004.